

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师  
执业编号: S1500521040002  
联系电话: 010-83326858  
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO., LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
邮编: 100031

## 进口数据与高景气度表现并不矛盾

2023年3月8日

- **出口预期差在于整体外需回落速度比预期慢。**1-2月出口同比增速高于市场预期,出口预期差主要在于整体外需回落速度比预期要慢,但这并不改变外需继续回落的趋势。第一,出口增速继续维持负增长,同比增速是自疫情以来同期水平的次低点,显示外需仍在下行通道。第二,出口表现强于历史季节性,总体外需回落速度比预期慢。第三,外需回落速度慢主要是东盟接力了欧美的贡献。其中,美国的拖累作用扩大,欧盟拖累小幅改善,东盟贡献继续扩大。从目前已公布的6个东盟成员国数据来看,新加坡和菲律宾对东盟的贡献均有强劲支撑。出口商品上看,表现比较好的有机电、高新技术产品和钢材,拖累程度最大的是成品油的出口。
- **进口数据与高景气度表现并不矛盾。**1-2月进口金额同比增速下降幅度超市场预期,表现略差于季节性。降幅超市场预期的进口数据,看起来和2月的高景气度指标表现有些矛盾,实则不然。第一,景气度指标是环比指标,反映的是经济恢复势头。1-2月PMI连续两月高于荣枯线,表明经济朝着恢复方向变化。而进口同比增速则需与去年同期比较,今年年初比去年同期多了年初感染带来的压制因素,所以进口同比增速表现略差于季节性,但不能忽视内需修复势头已经出现。第二,进口表现很大程度受到进口价格走弱的拖累。1-2月进口增速降幅扩大,有50%的贡献源于机电、原油和高新技术产品的变动。而这部分产品的进口价格增速出现回落,说明价格对1-2月进口增速的拖累不可忽视。进口商品上,机电、原油等产品进口同比跌幅扩大,这多是价格变动的影 响,而医药产品进口价格涨幅扩大,煤及褐煤进口数量表现亮眼。
- **消费和基建仍有投资机会。**从总体上看,我们认为尽管年初出口增速表现好于市场上的悲观预期,但是外需变化方向大概率仍是下行趋势,节奏上或是前低后高。但整个2023年,净出口对经济的贡献或进一步回落,所以后续稳增长更多还需要依靠消费和投资两大拉动,仍可关注背后的投资机会。第一,建议关注消费相关的投资机会。目前国内初显复苏势头,尽管年初进口增速表现弱于市场预期,但是进口价格是一个不可忽视的贡献因素。另外,政府工作报告指出,要把恢复和扩大消费摆在优先位置,说明后续政策仍需要继续支持实体经济。第二,稳增长是主线任务,基建仍有投资机会。从政府工作报告的表述看,房地产市场的主要目标在于化解风险,而不在于拉动投资。结合2月非制造业景气度表现来看,基建仍是未来投资的重要抓手之一。
- **风险因素:**稳增长政策力度不及预期,东盟景气度不及预期等。

目录

一、出口预期差在于整体外需回落速度比预期慢 .....	3
二、进口数据与高景气度表现并不矛盾 .....	6
三、消费和基建仍有投资机会 .....	8
风险因素 .....	8

表目录

表 1: 1-2 月出口重点商品金额同比增速对比 .....	5
表 2: 1-2 月进口重点商品金额同比增速对比 .....	8

图目录

图 1: 出口表现强于历史季节性 .....	3
图 2: 价格对出口的贡献依旧是很大的一部分 .....	3
图 3: 2023 年 1-2 月, 东盟在 RECP 成员国的贡献占比继续提升 .....	4
图 4: 东南亚国家中, 新加坡和菲律宾的增速最高 .....	4
图 5: 1-2 月的结构性亮点是钢材出口 .....	5
图 6: 进口表现略微差于历史季节性 .....	6
图 7: 1-2 月进口表现比较好的分项是煤及褐煤 .....	7
图 8: 进口降幅扩大的部分 50% 以上源自机电、原油、高新技术产品的变动 .....	7

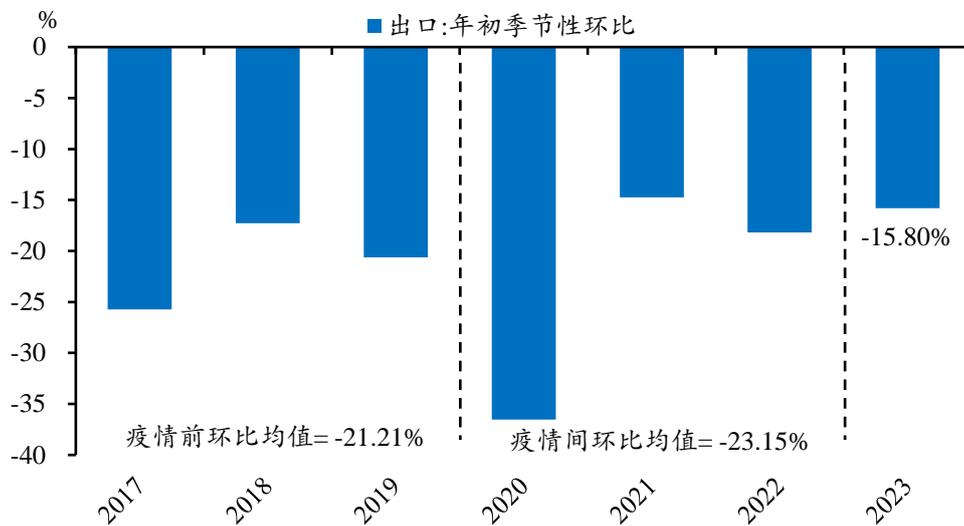
## 一、出口预期差在于整体外需回落速度比预期慢

2023年1-2月出口同比增速（以美元计）为-6.8%，高于市场预期的-9%。出口增速的预期差在于整体外需回落速度比预期要慢，但这并不改变外需继续回落的趋势。

**第一，出口增速继续维持负增长，显示外需仍在下行通道。**今年1-2月出口同比继续徘徊在负区间，虽然与去年12月当月同比增速相比，1-2月出口降幅收窄了3.1个百分点，但同比增速是自疫情以来同期水平的次低点（仅次于2020年1-2月同比增速），这显示出外需仍在下行通道。不仅如此，从去年8月开始，出口数量就对出口增速起着明显拖累作用。

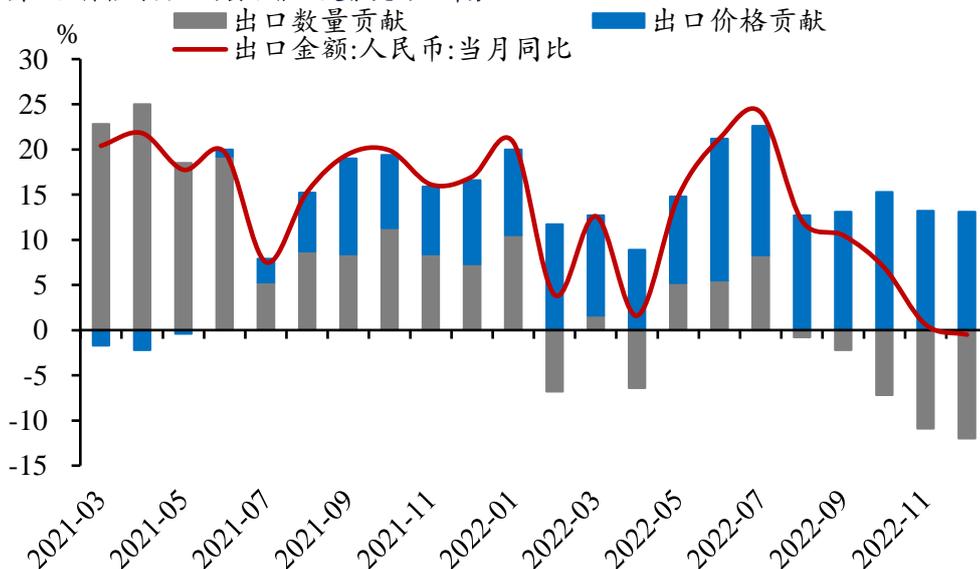
**第二，出口表现强于历史季节性，主要是总体外需回落速度比预期慢。**将今年1-2月的出口总值与上年11-12月的出口总值进行比较，计算出环比增速，2017-2019年的环比均值为-21.21%，2020-2022年的环比均值为-23.15%，而今年这一环比增速是-15.80%。显然，今年的出口要比历史季节性更强一些，我们认为强于季节性的原因主要是总体外需回落的速度比预期要慢。

图 1：出口表现强于历史季节性



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

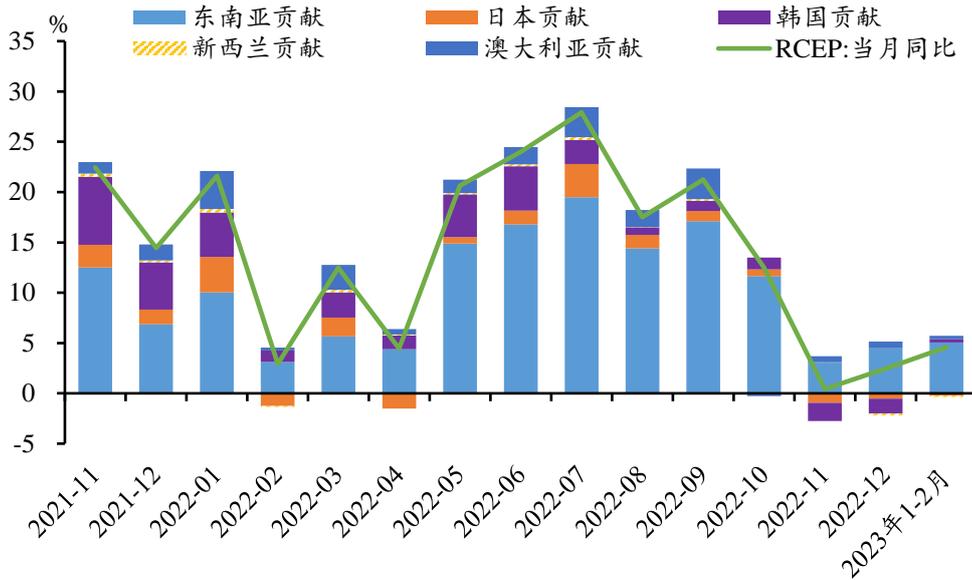
图 2：价格对出口的贡献依旧是很大的一部分



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

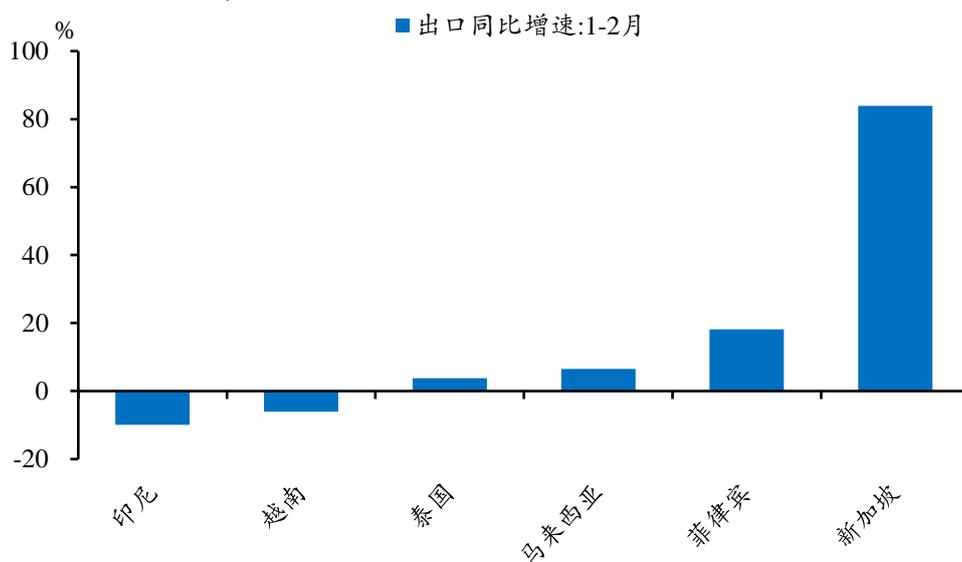
第三，外需回落速度慢主要是东盟接力了欧美的贡献。从出口区域上看，美国的拖累作用扩大，欧盟拖累小幅改善，东盟贡献继续扩大。1-2月对美国出口同比增速为-21.82%，拖累总出口3.08个百分点。从终端消费者需求来看，与12月相比，1-2月美国红皮书商业零售周同比的中枢继续下降。对欧盟出口增速从12月的-17.50%提高到-12.34%，拖累作用有了边际改善，但是依旧拖累总出口1.95个百分点。对东盟出口增速从12月的7.48%提高到8.32%，对我国出口的贡献度进一步扩大到1.36个百分点。在2023年1-2月，中国对RECP的出口增速继续上升，主要是东盟贡献占比继续提升。从成员国结构上看，12月东盟出口增速的主要支撑来源于新加坡，其次是越南。从目前已公布的6个东盟成员国数据来看，新加坡仍有强劲支撑，菲律宾贡献也超过1.5个百分点。

图 3：2023 年 1-2 月，东盟在 RECP 成员国的贡献占比继续提升



资料来源: Wind, 信达证券研发中心, RECP 含东盟、日本、韩国、新西兰和澳大利亚

图 4：东南亚国家中，新加坡和菲律宾的增速最高



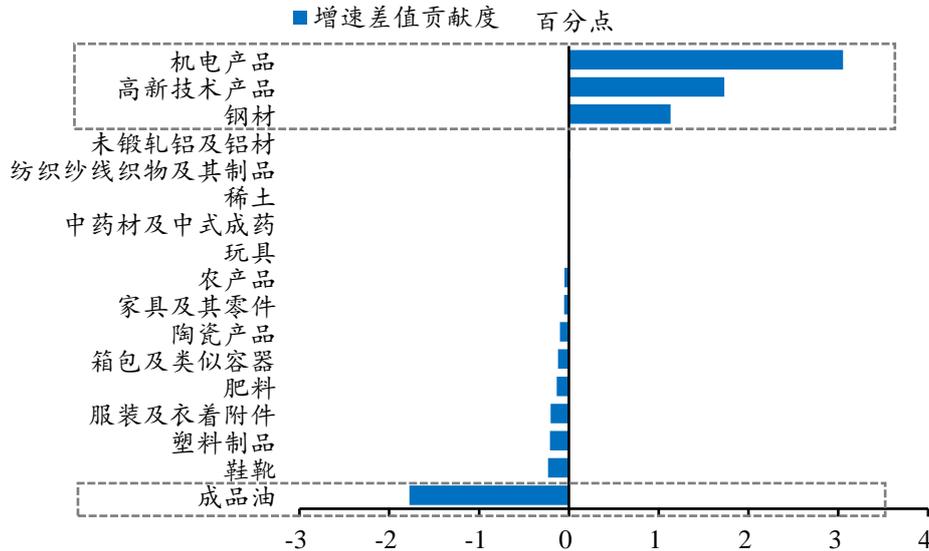
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

出口商品上看，表现比较好的有机电、高新技术产品和钢材，拖累程度最大的是成品油的出口。

1) 贡献程度最大的是机电、高新技术产品和钢材。1-2月出口增速较12月的表现出现改善，其中，贡献最大的是机电和高新技术产品，其次是钢材。机电和高新技术产品出口增速降幅收窄，而钢材同比增速则是由负数转正。

2) 拖累幅度最大的是成品油出口。1-2月成品油出口金额同比增长110.01%，与12月的增速表现出现较大的变化。上年同期相比，成品油继续量价齐升。其中，出口数量同比增长74.162%，出口均价同比增长20.02%。但与12月的成品油相比，成品油的出口数量下降得更加明显。

图 5：1-2月的结构性亮点是钢材出口



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

表 1：1-2月出口重点商品金额同比增速对比

出口重点商品	当月同比 (2023-1 & 2023-2)	上月同比 (2022-12)	同比增速差值	当月金额占比
	单位: %	单位: %	单位: pct	单位: %
机电产品	-7.44	-12.70	5.26	58.08
高新技术产品	-18.80	-25.70	6.90	25.10
服装及衣着附件	-14.86	-10.10	-4.76	4.28
纺织纱线织物及其制品	-22.54	-22.90	0.36	3.79
钢材	26.05	-12.30	38.35	2.96
塑料制品	-10.16	-2.70	-7.46	2.84
农产品	1.76	3.50	-1.74	2.87
家具及其零件	-17.47	-14.60	-2.87	1.83
鞋靴	-11.95	2.50	-14.45	1.60
玩具	-10.70	-9.40	-1.30	1.07
箱包及类似容器	2.33	14.80	-12.47	0.97
成品油	110.01	197.60	-87.59	2.03
未锻轧铝及铝材	-22.23	-24.70	2.47	0.63
陶瓷产品	-15.02	-1.80	-13.22	0.77
肥料	29.48	78.80	-49.32	0.28
稀土	14.41	4.80	9.61	0.03
中药材及中式成药	-4.62	-7.40	2.78	0.04

资料来源: Wind, 海关总署, 信达证券研发中心

注: 蓝色为正, 红色为负

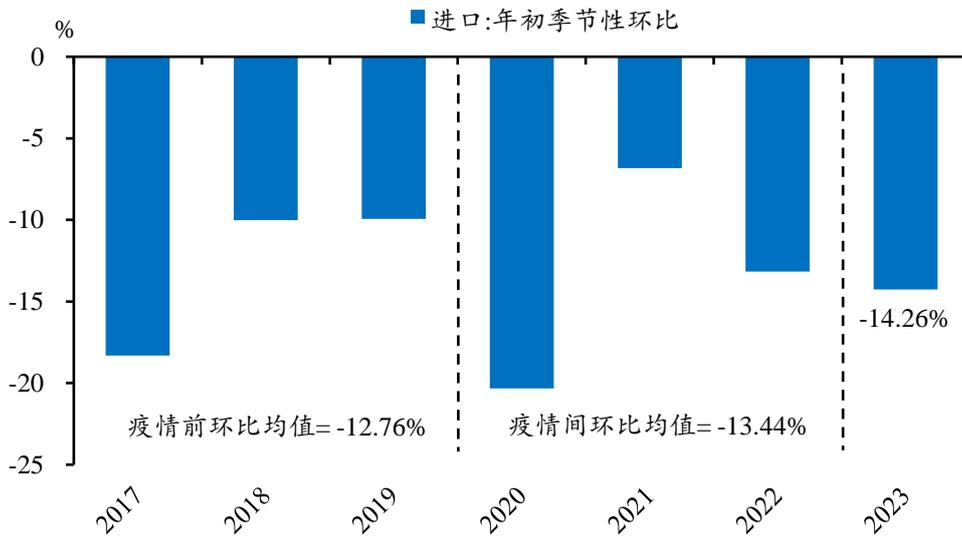
## 二、进口数据与高景气度表现并不矛盾

1-2月进口金额（美元计价）同比增速为-10.2%，下降幅度超市场预期，表现略微差于季节性。与12月进口增速相比，1-2月进口降幅扩大了2.7个百分点。降幅超市场预期的进口数据，看起来和2月的高景气度指标表现有些矛盾，实则不然。

**第一，景气度指标是环比指标，反映的是经济恢复势头。**PMI是个环比指标，1-2月PMI连续两月高于荣枯线，表明经济朝着恢复方向变化。而进口同比增速则需与去年同期比较，12月我国疫情防控优化后出现了大范围感染情况，1月感染情况逐步好转，但部分省市仍在过峰阶段，体现在1月制造业生产指数有改善但低于荣枯线。受此影响，今年年初比去年同期多了年初感染带来的压制因素，所以进口同比增速表现略微差于季节性。不可忽视的是，内需修复势头已经出现。

**第二，进口表现很大程度受到进口价格走弱的拖累。**通过拆解进口的量价，可以发现自去年1月以来，进口金额增速主要受进口价格支撑，进口数量一直起着拖累作用。虽然海关总署尚未公布1-2月的进口价格指数和进口数量指数，但数据显示，在降幅扩大的2.7个百分点中，50%的贡献源于机电、原油和高新技术产品的变动。可以看到机电产品中，机床、二极管及其器件、集成电路、飞机（空载重量 $\geq 2t$ ）、液晶平板显示模组等产品的价格同比增速均出现放缓，不仅如此，进口原油的量、价增速亦是放缓，说明价格对1-2月进口增速的拖累不可忽视。

图 6：进口表现略微差于历史季节性



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_52980](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_52980)

